

# רגולציה, ביקורת וכלכלה

היחידה להכשרת מנהלים:  
קורס דירקטורים ונושאי משרה

פרופ' צבי אקשטיין

המרכז הבינתחומי, הרצליה ואוניברסיטת תל  
אביב

5 בנובמבר 2013

## עיקרי השיחה

- הערות כלליות על עבודת הדירקטוריון
- היבטים מאקרו כלכליים לעבודת הדירקטוריון
- קביעת שכר המנהלים בחברה
- דרכי העבודה של הרגולציה

# העקרונות הכלכליים של עבודת הדירקטוריון

- להשיא את ערך החברה לכלל בעלי המניות:
- אסטרטגיה ארוכת טווח
- השלכות על כלל הציבור – בעלי מניות פוטנציאלים
- השלכות על העובדים
- איזון בין סיכויים (תשואה) לסיכונים - מיקרו
- צמיחה ויציבות החברה והמשק - מאקרו

## בעיות מרכזיות בעבודת הדירקטוריון

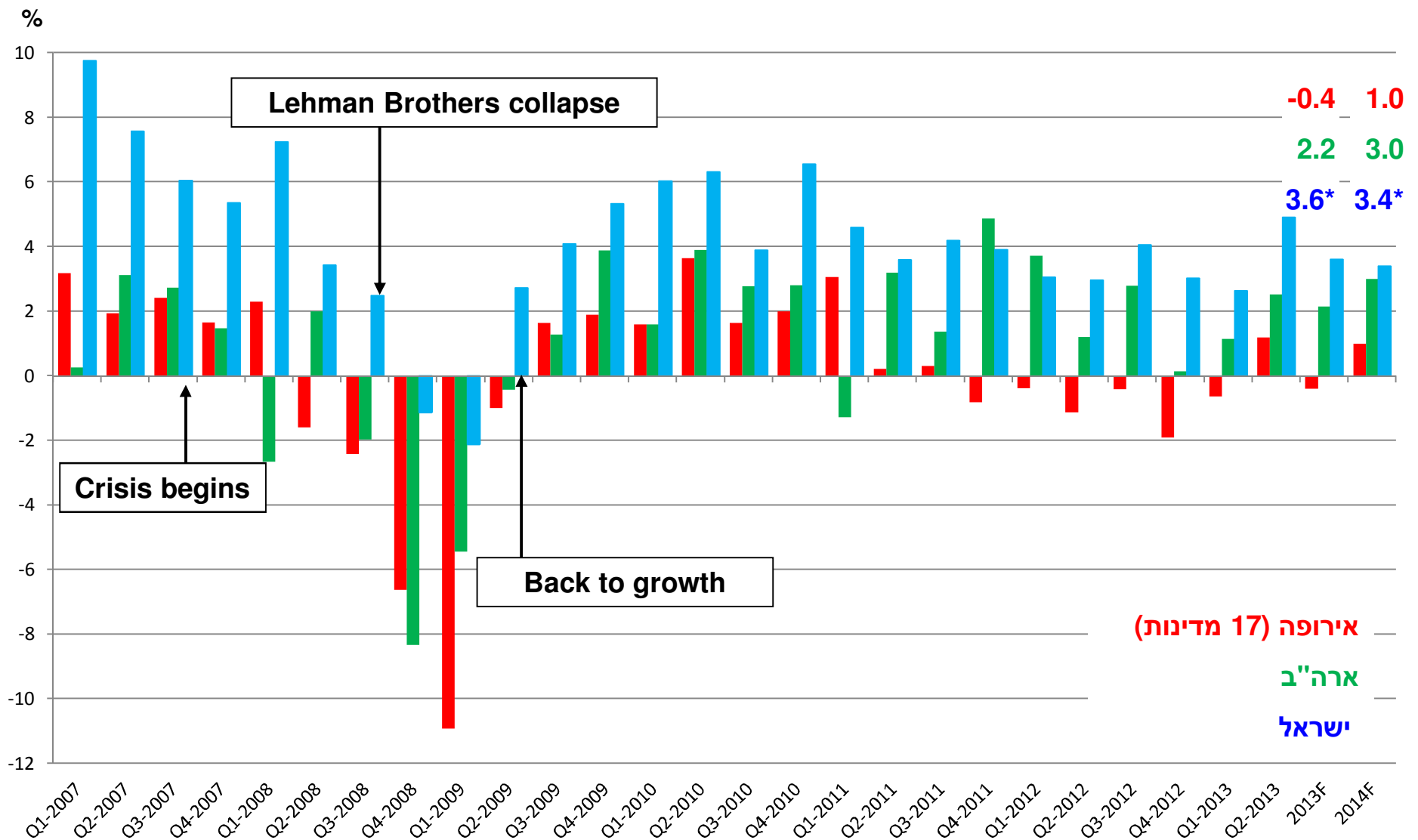
- "בעיית המנהל - סוכן" – דירקטוריון מול הנהלה
  - אינפורמציה – השגת מידע עצמאי
  - תמריצים – קביעת שכר המנהלים
- בעיית בעלי שליטה לעומת "המיעוט"
- הבנת החוק והרגולציה
  - מידע עצמאי על החוק והרגולציה
  - הבנת מניעי הרגולטור ודרכי עבודתו

# התמונה המקור כלכלית

## התמונה המקרו כלכלית

- לפחות פעם בשנה בהכנה לתוכנית הרב שנתית יש לערוך דיון מקרו-כלכלי (בנוסף לדיון המיקרו – ענף)
- יש לראות בדיון הצגת סיכויים וסיכונים והתאמת התוכנית העסקית לניתוח מקרו
- מה צריך לכלול דיון מקרו?

# שיעורי צמיחה - ישראל, ארה"ב ואירופה



שיעורי שינוי רבעוניים במונחים שנתיים. \* בניכוי הזרמת הגז ממאגר "תמר", צמיחה של 2.6 ב-2013 ו-2.7 ב-2014.

מקור: נתוני ה-OECD, תחזיות של בנק ישראל (ספטמבר 2013), ה-Federal Reserve (ספטמבר 2013) וה-IMF (אוקטובר 2013).

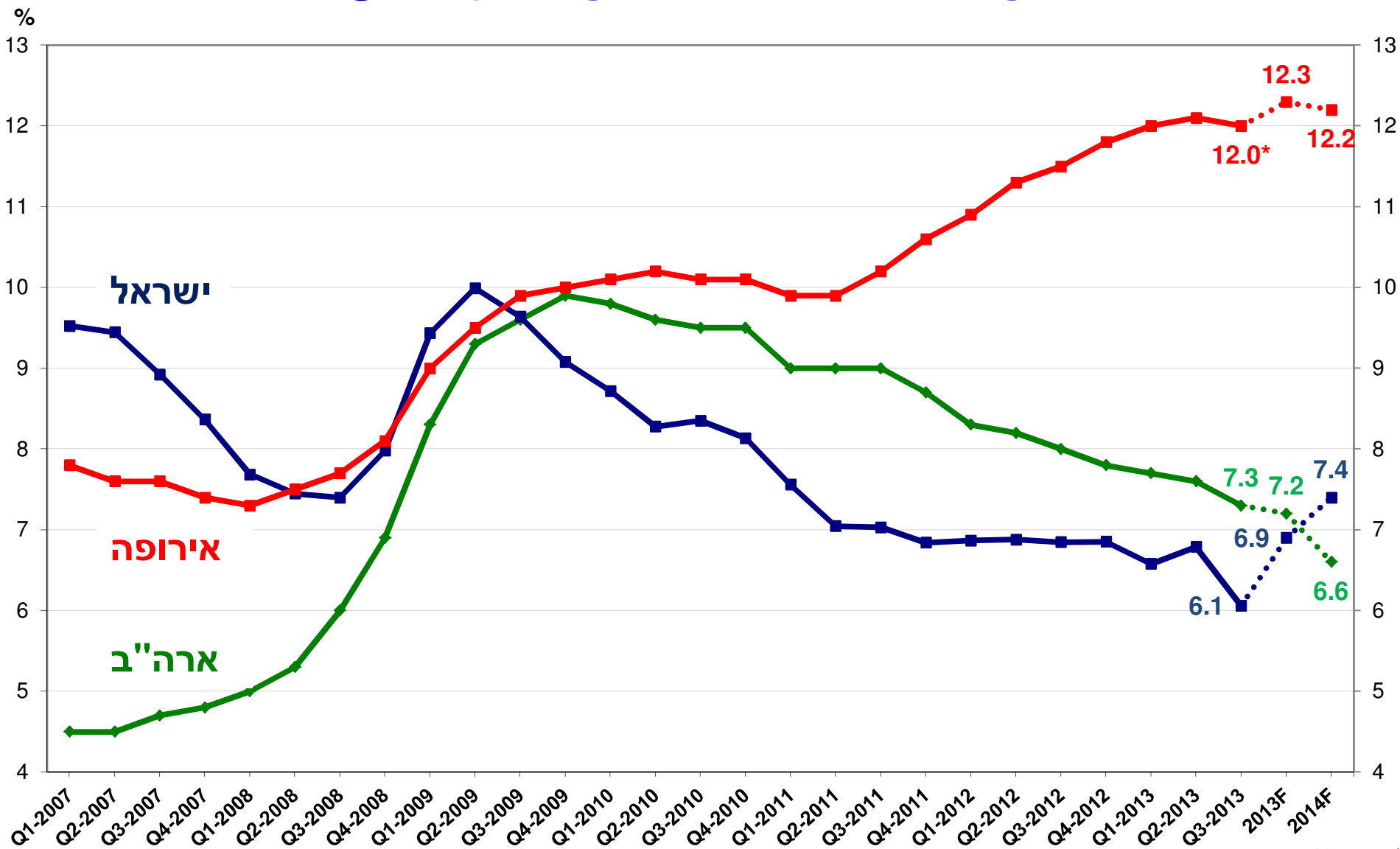
# תחזית הצמיחה של קרן המטבע הבינלאומית



מקור: IMF (אוקטובר 2013).



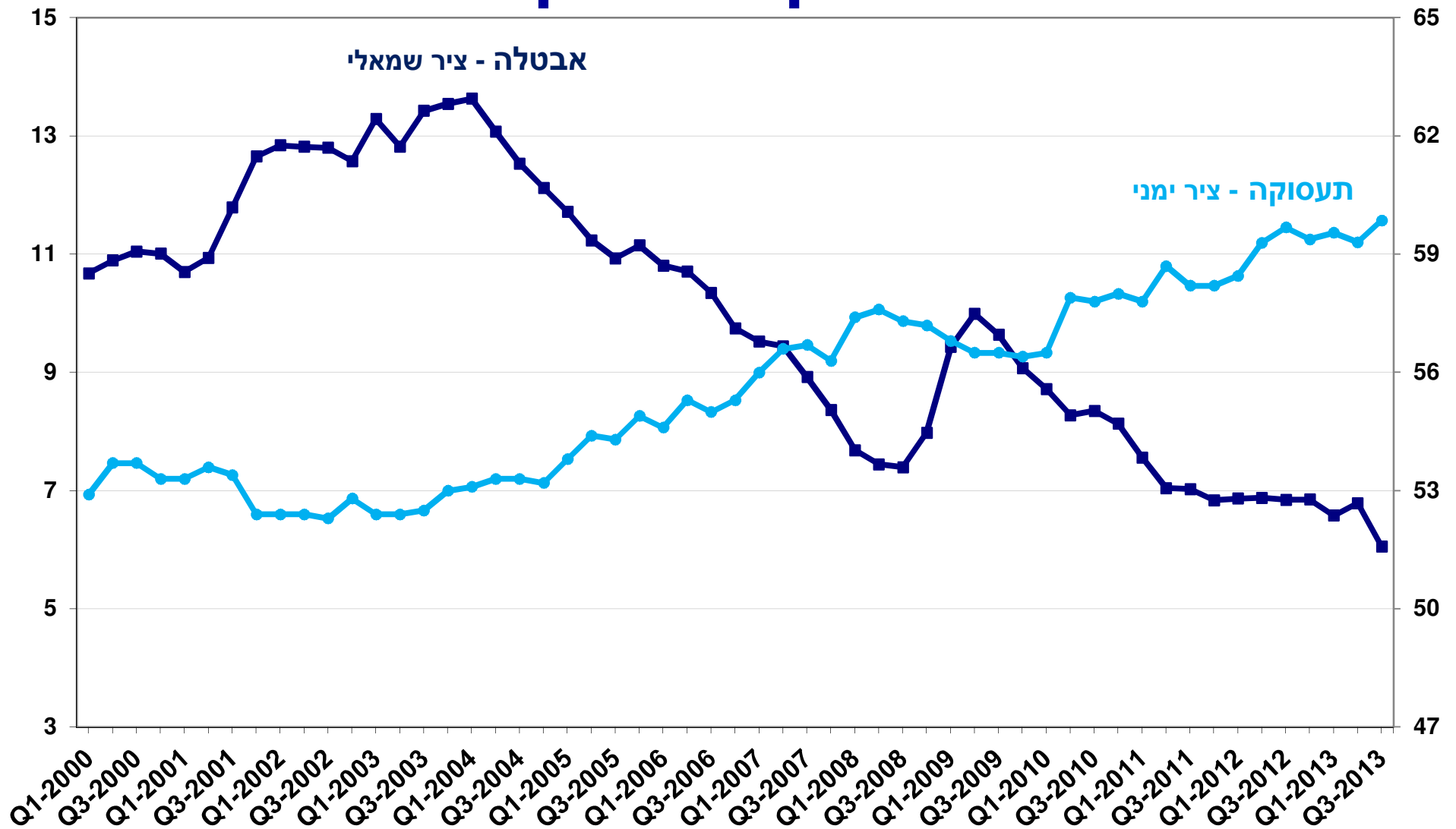
# שיעורי האבטלה מדגישים שהמשבר הראלי עדיין באירופה וארה"ב – ופחות בישראל



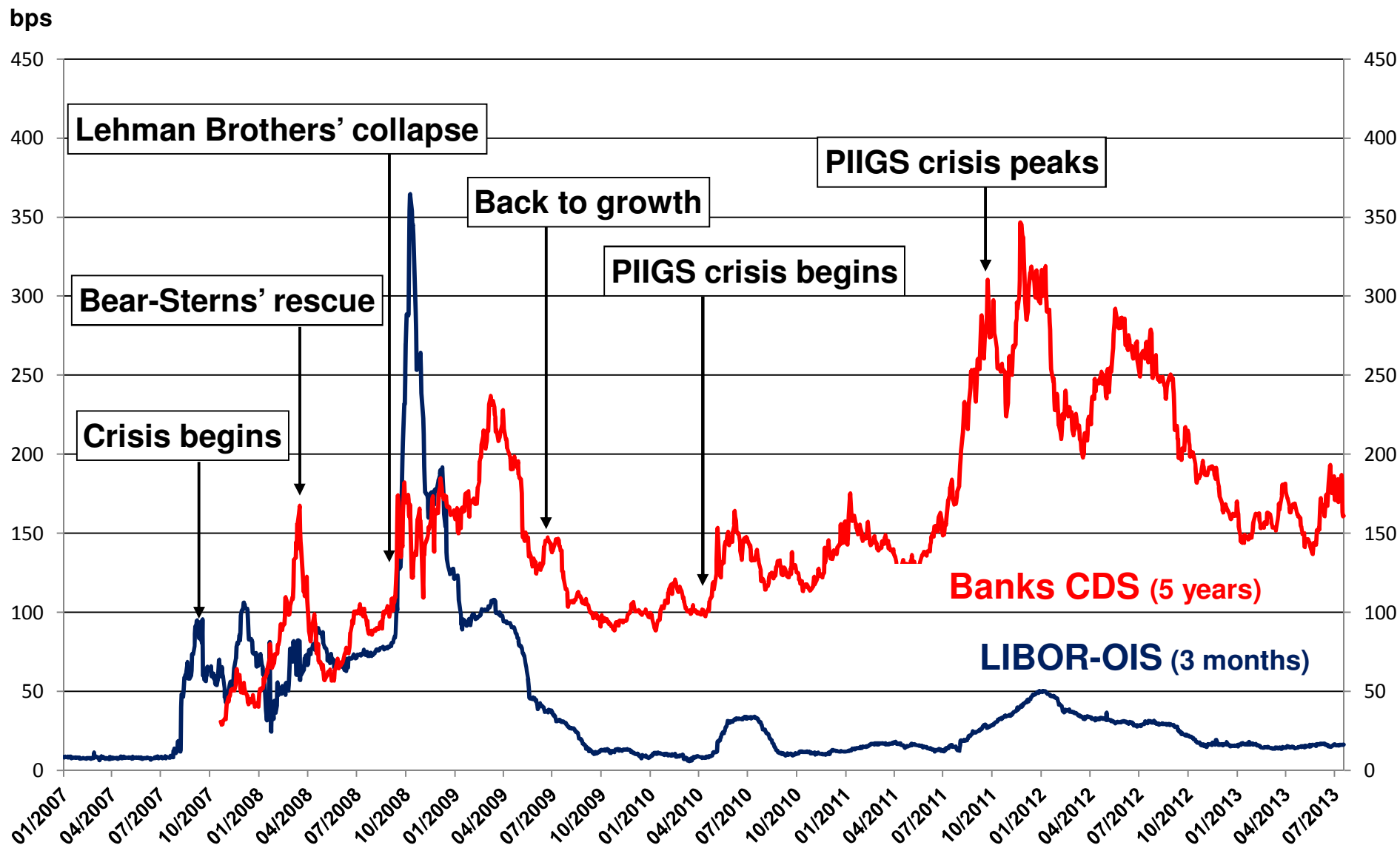
\* אוגוסט 2013.

# האם האבטלה חזרה לרמה הרגילה?

## האם התעסוקה תמשיך לגדול?



# אירופה - המשבר הפיננסי עדיין כאן?



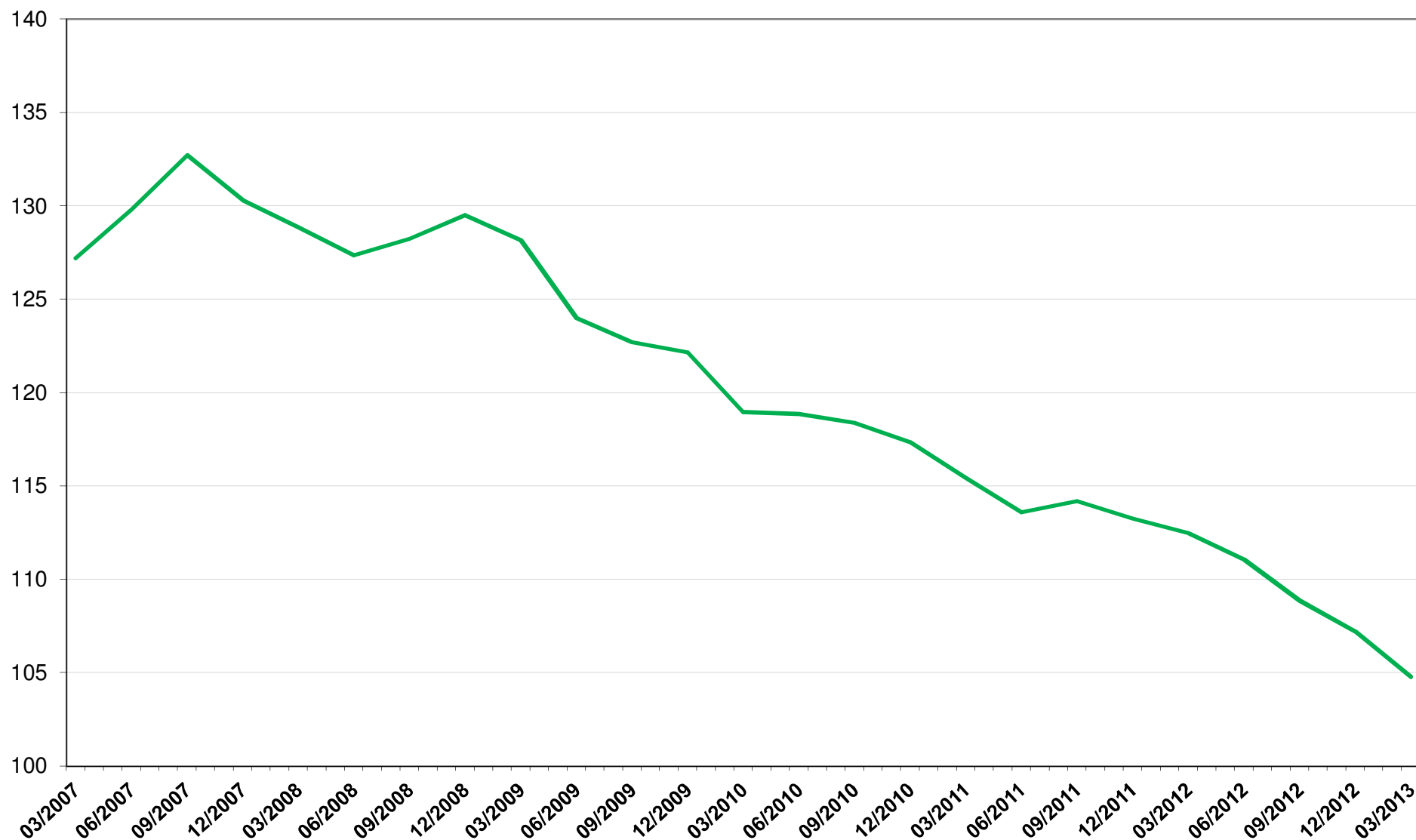
# החוזק של המשק הישראלי

- השווקים הפיננסיים
- המדיניות הפיסקאלית – תקציב הממשלה
- מאזן התשלומים
- מדיניות מוניטארית ויציבות המחירים

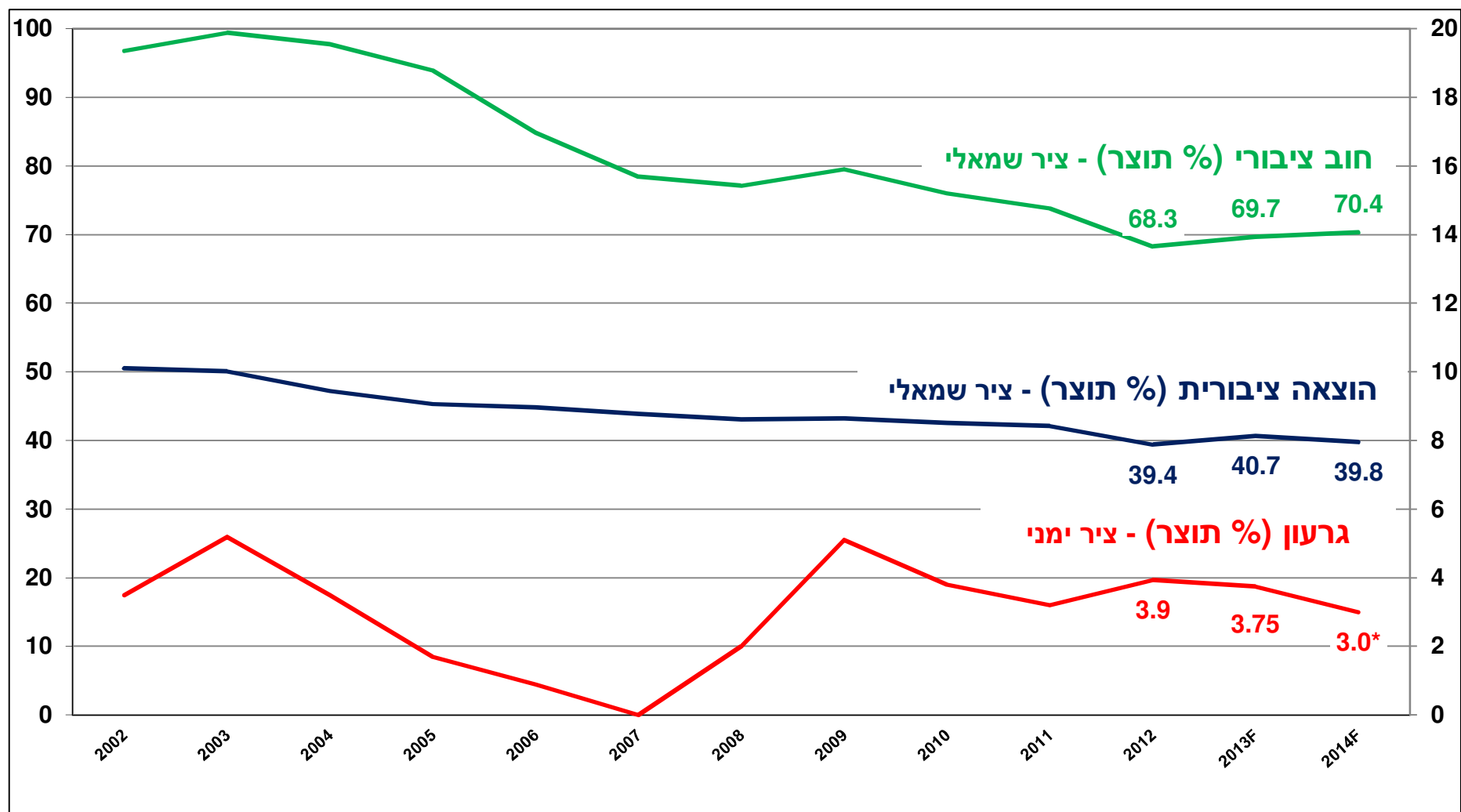
# השווקים הפיננסים מתפקדים יציב, אבל..

- החוב הציבורי והפרטי ברמה סבירה וללא צמיחה יוצאת דופן – מלבד חוב קונצרני....
- רמת ההון של הבנקים היא בממוצע העולמי (14.9%; יחס הון הליבה לרכיבי הסיכון 8.7%): הבנקים יציבים – אבל יש ירידה מתמשכת ב**אשראי יחסית לתוצר עסקי**
- שיעור החיסכון יחסית גבוה (18.3%)
- אין חשיפה למכשירים פיננסים מתקדמים (MBS, CDO, CDS); שוק בין בנקאי מצומצם; בועת נדל"ן?
- דרישות ההון לבנקים; מגבלות באשראי חוץ בנקאי; חוסר באיגוח - יוצרות מגבלות על אשראי

# החוב של הסקטור העסקי (%) מהתוצר העסקי



# מדיניות פיסקאלית: שמרנית ואמינה(?) (2015?)



הנתונים ל-2012 והתחזיות על פי הגדרות התוצר החדשות. הגרעון ל-2014 הוא היעד.

2012 על פי הגדרות התוצר הישנות: חוב 73, הוצאה 42.1, גרעון 4.2.

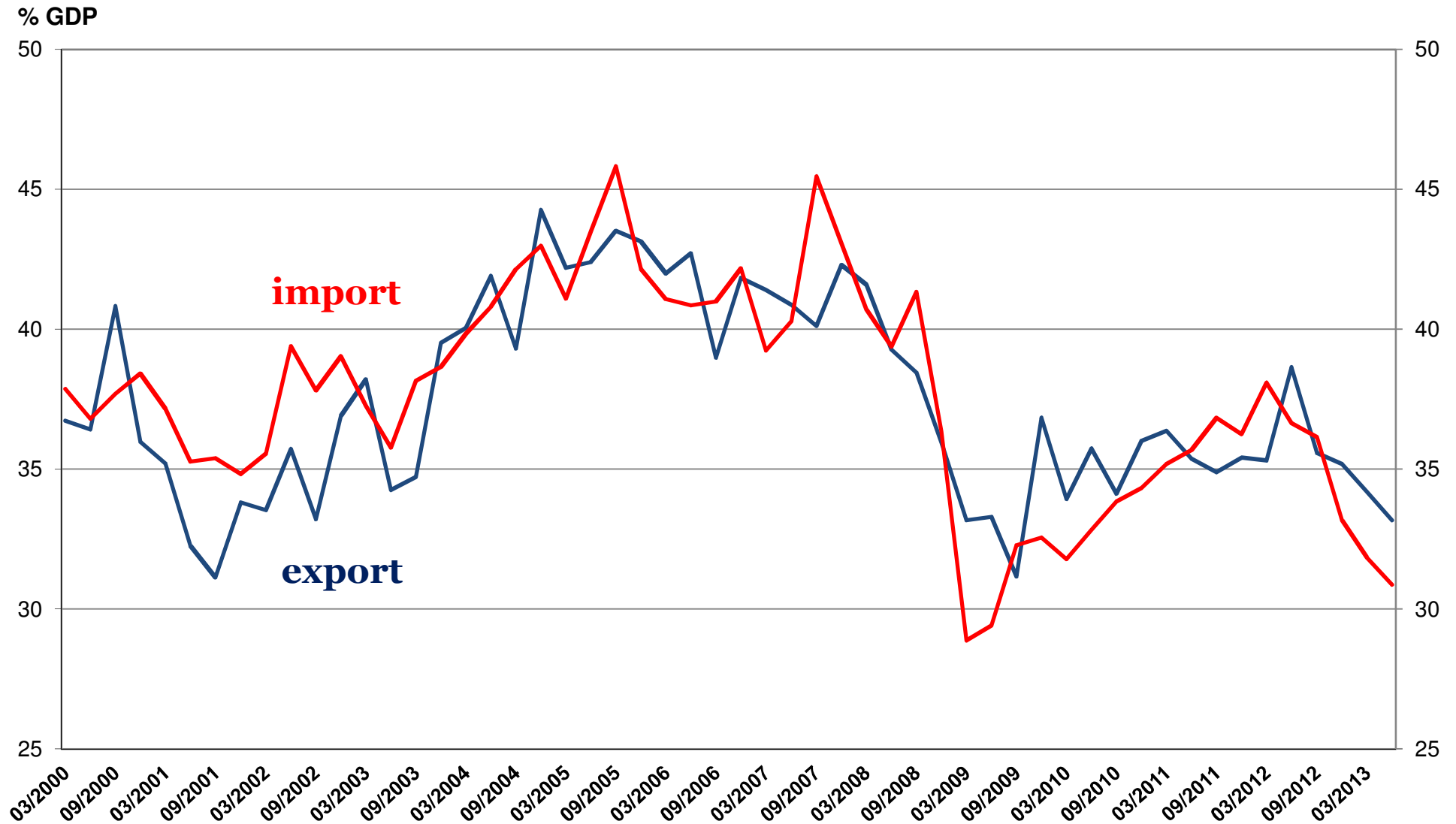
מקור: בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

## תקציב 2013-2014

- כישלון בניהול תקציב 2012/13 בעקבות גידול בהוצאות מעבר ליעד וירידה בהכנסות ממיסים (יעד הגרעון 2%)
- תקציב 2013 גדל ריאלית ב-7% יחסית ל-2012, יעד הגרעון 4.65% - בפועל כ-3.75%. חזרה לתוואי אמין
- תקציב 2014 יגדל בכ-1.1% יחסית ל-2013, יעד הגרעון 3%. הכנסות ממיסים והוצאות בתוואי
- 2015 – האם תידרש התאמת הוצאות ובחינת שיעורי המס כדי להישאר במסגרת התקציב? רפורמות?
- שינוי משמעותי וחיובי בחמש השנים האחרונות ביחס חוב לתוצר – הכנסות מהגז והגדלות הרזרבות



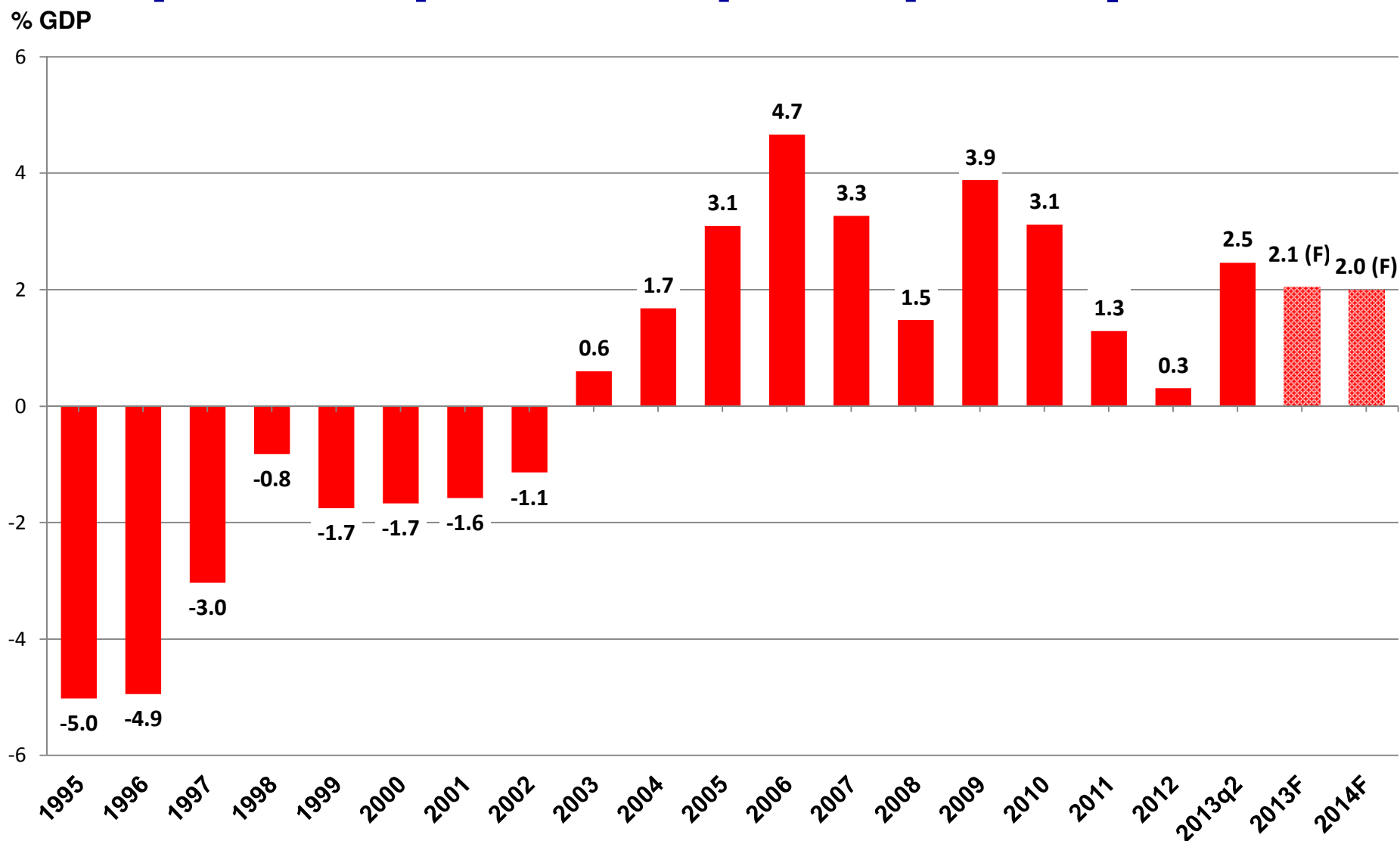
# מאזן התשלומים: חזרה לעודף



סה"כ סחורות ושירותים. מחושב מסדרות במחירים שוטפים.

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

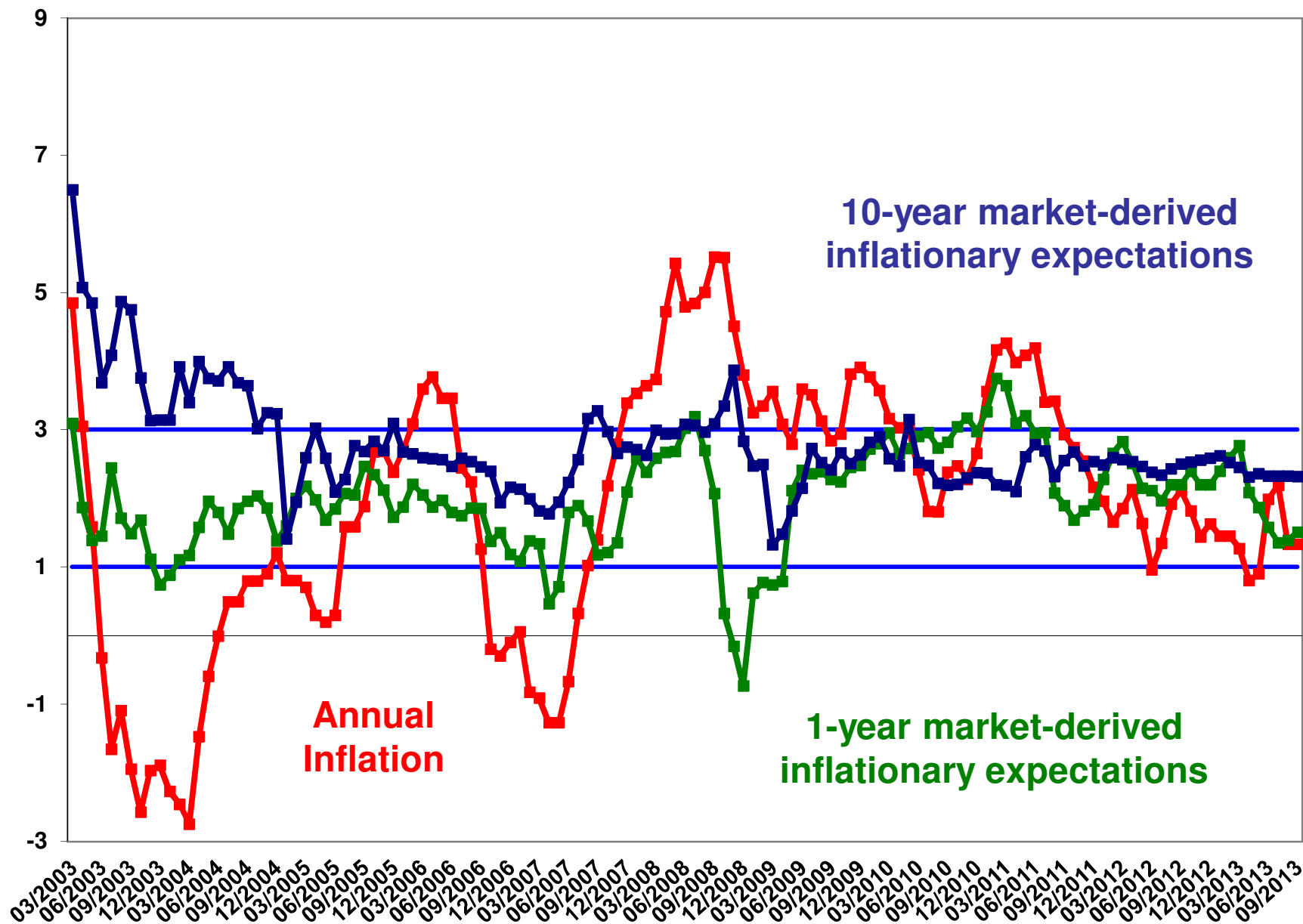
# החשבון השוטף: עודף גדל, לחץ על השקל



## מדיניות מוניטארית

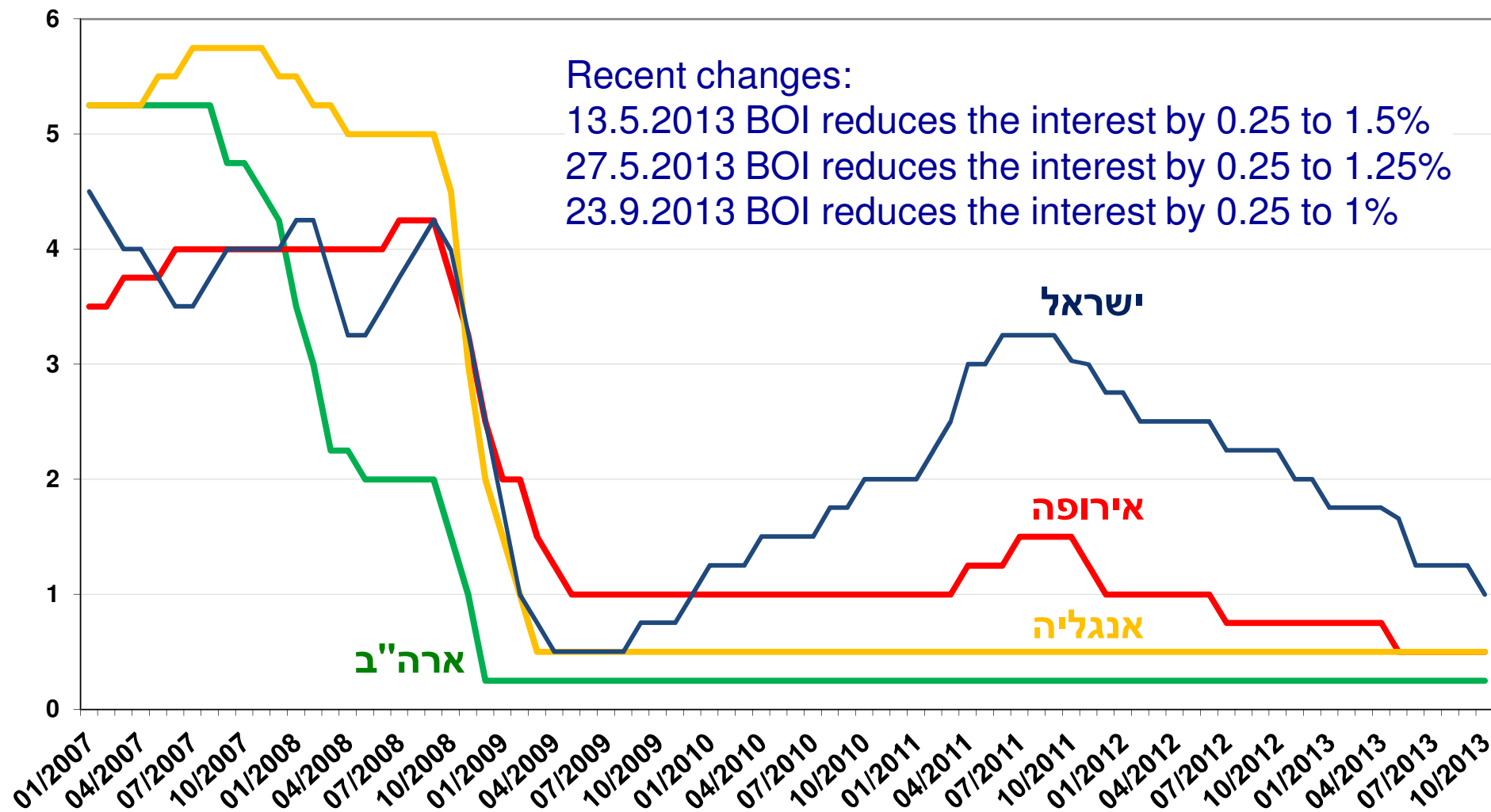
- יעד מרכזי: יציבות מחירים, אינפלציה של 1%-3%
- יעד משני: תמיכה בצמיחה ותעסוקה תחת מגבלת יעד האינפלציה
- כלים: ריבית והתערבות בשוק מט"ח
- יעד נוסף: יציבות פיננסית
- כלים: פעילות בשווקי ההון וצעדים "מאקרו-יציבותיים" (לדוגמא: מגבלות על התרחבות שוק הנדל"ן ומגבלות על קניות אג"ח ונגזרות מט"ח)

# האינפלציה מתחת למרכז היעד

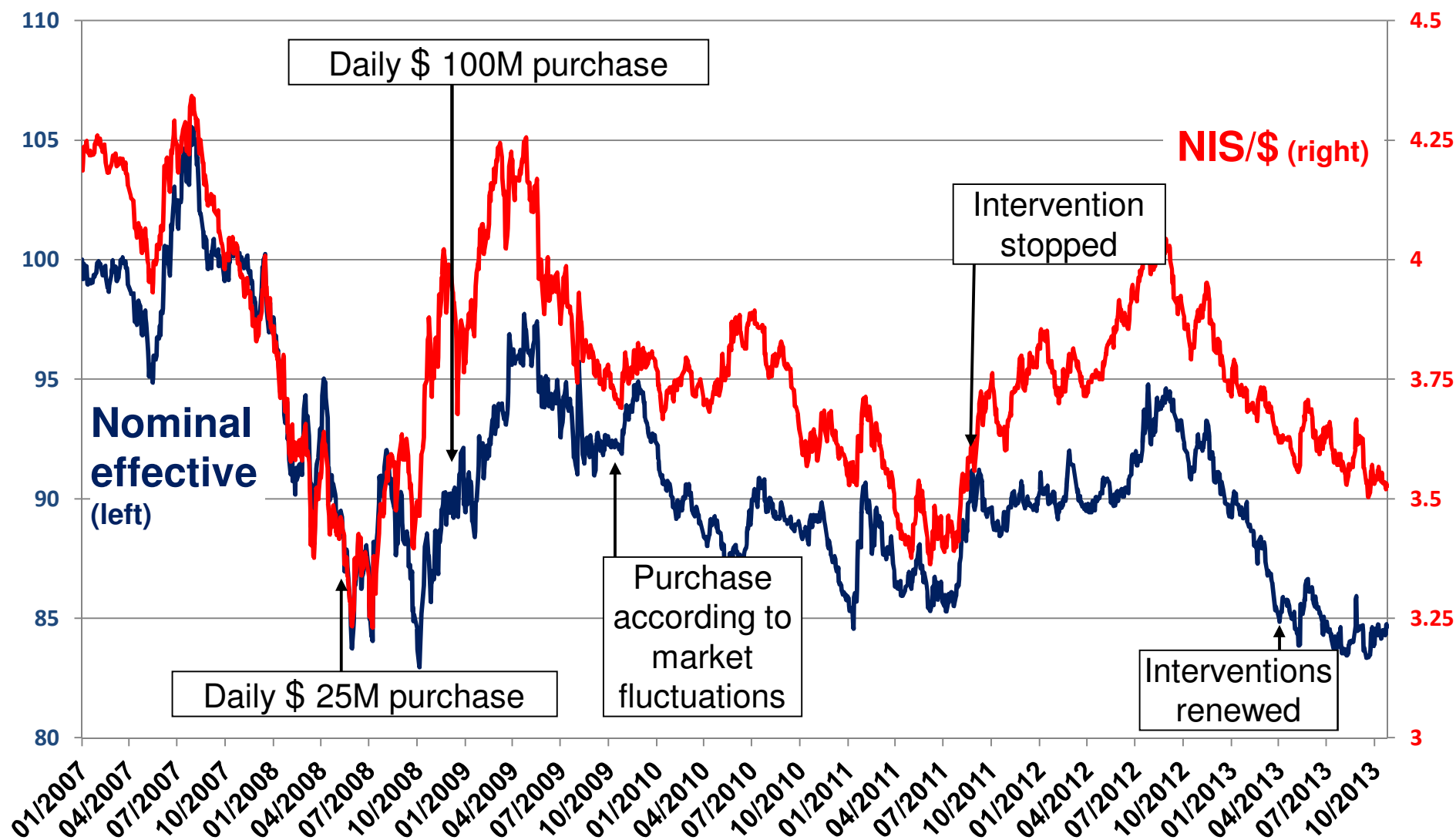


# מדיניות ריבית: מרחיבה במערב - עד מתי? מעט

## מרחיבה בישראל - עד מתי?



# השקל חזק מדי? התערבות בעת תנועות חריגות המשפיעות על המשק; צבירת יתרות; בטוח ארוך - הימנעות מהתערבות



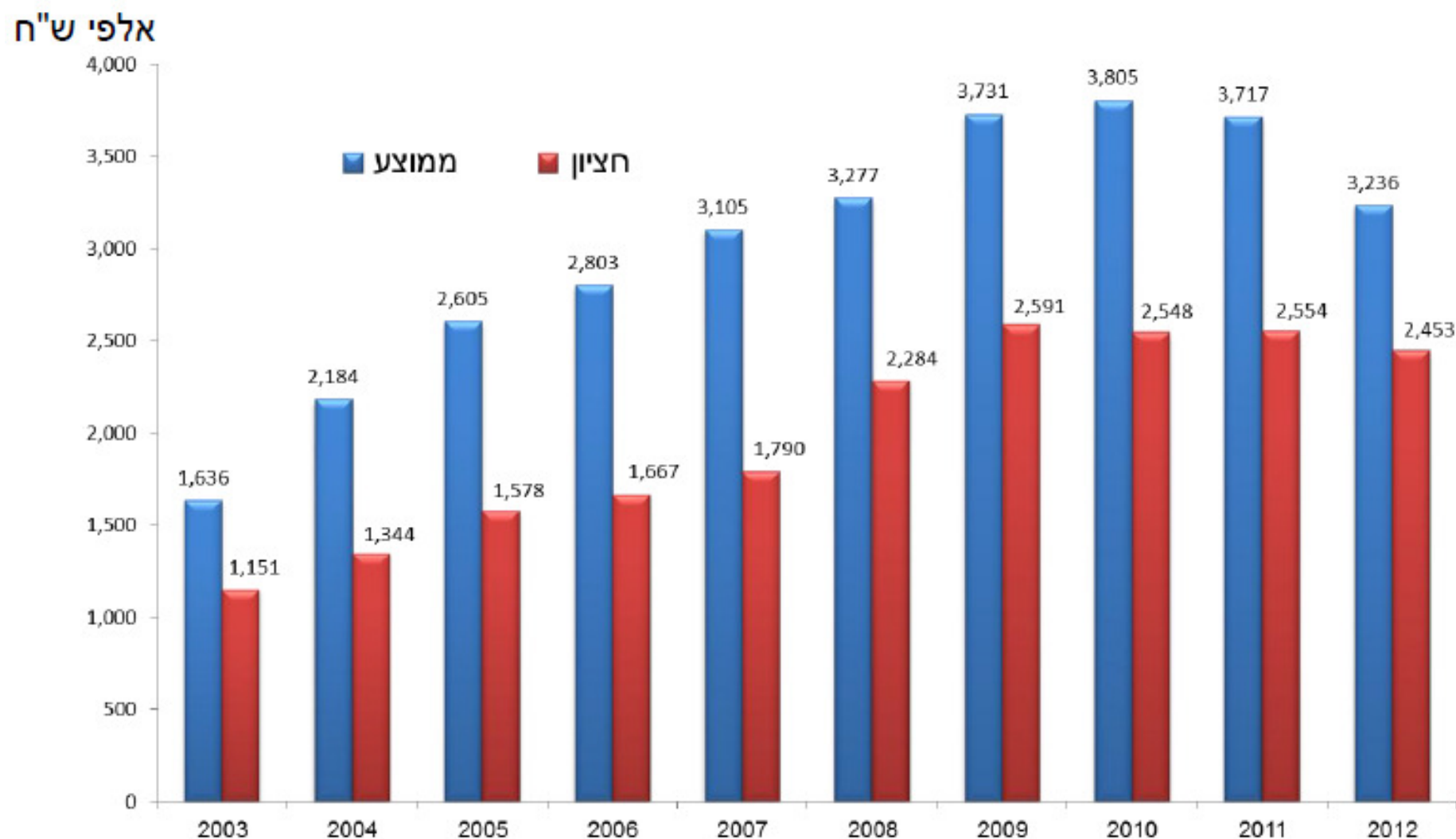
# שכר המנהלים

## שכר הבכירים

- שכר המנהלים ("סוכנים") הוא מרכיב מרכזי בעבודת הדירקטוריון: רמת שכר ותמריצים – ספרות כלכלית רחבה
- עובדות על שכר מנהלים בישראל
- ועדת נאמן ותיקון 20 לחוק החברות (נובמבר 2012)
- מדיניות מומלצת על רקע החוק והממצאים בארץ ובעולם



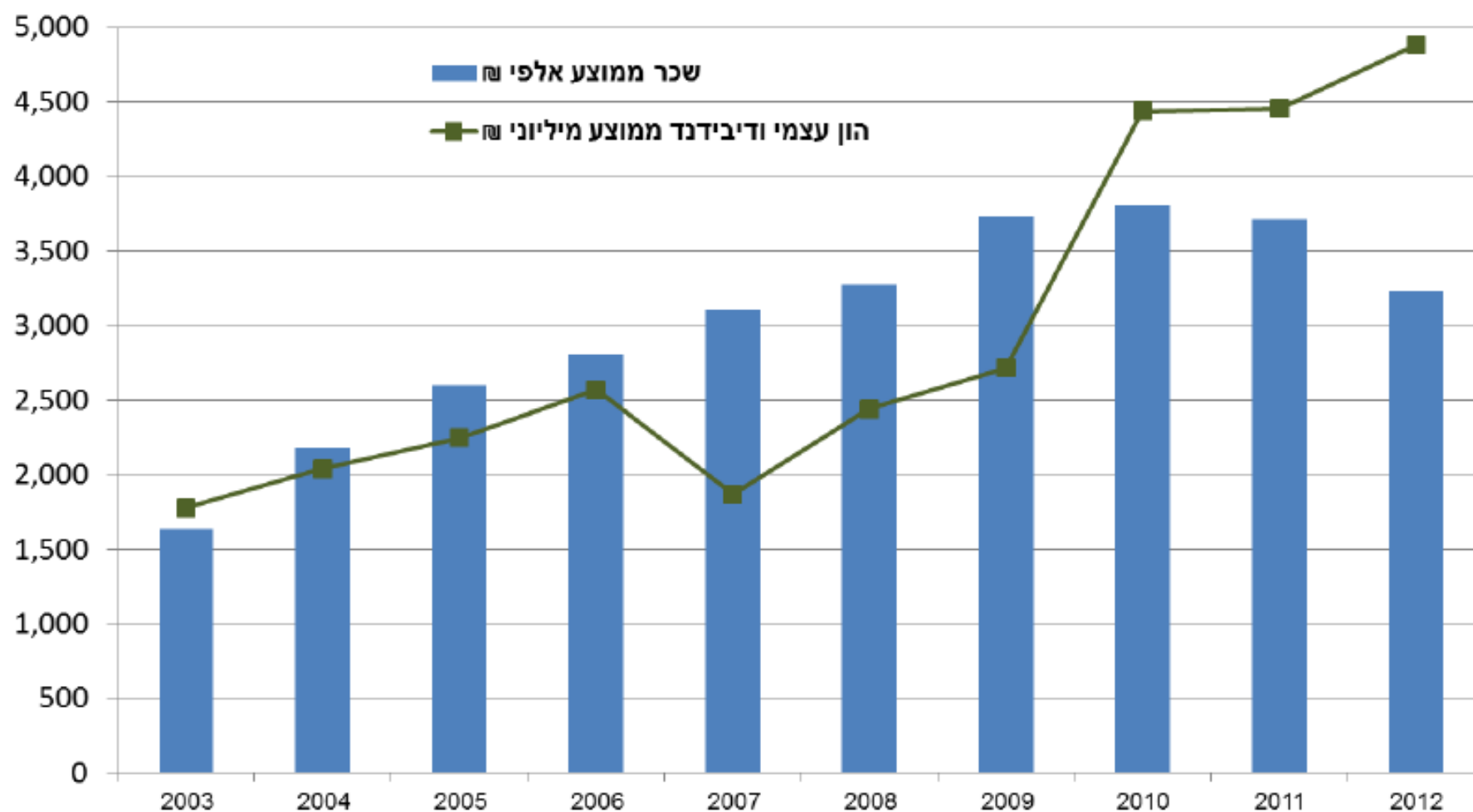
# שכר הבכירים בחברות הציבוריות - ממוצע השכר ירד בשלוש השנים האחרונות



\* הבכירים ב-67 חברות השייכות למדד ת"א 100, לא כולל חברות דואליות ושותפויות, נכון לתחילת 2010.

מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

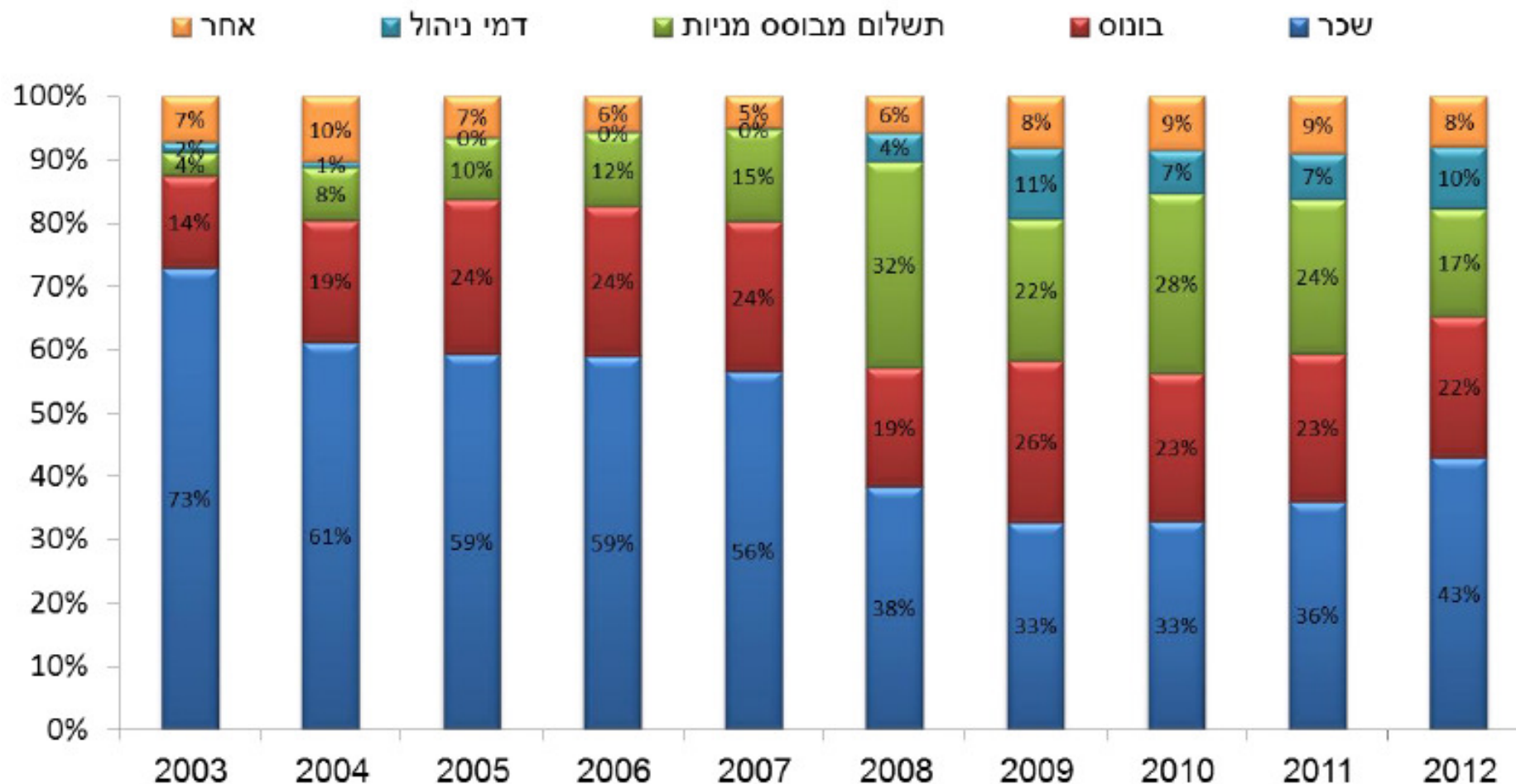
# שכר בכירים מול הון עצמי ודיבידנדים שחולקו



\* הבכירים ב-67 חברות השייכות למדד ת"א 100, לא כולל חברות דואליות ושותפויות, נכון לתחילת 2010. שכר ממוצע על פני כל הבכירים.

מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

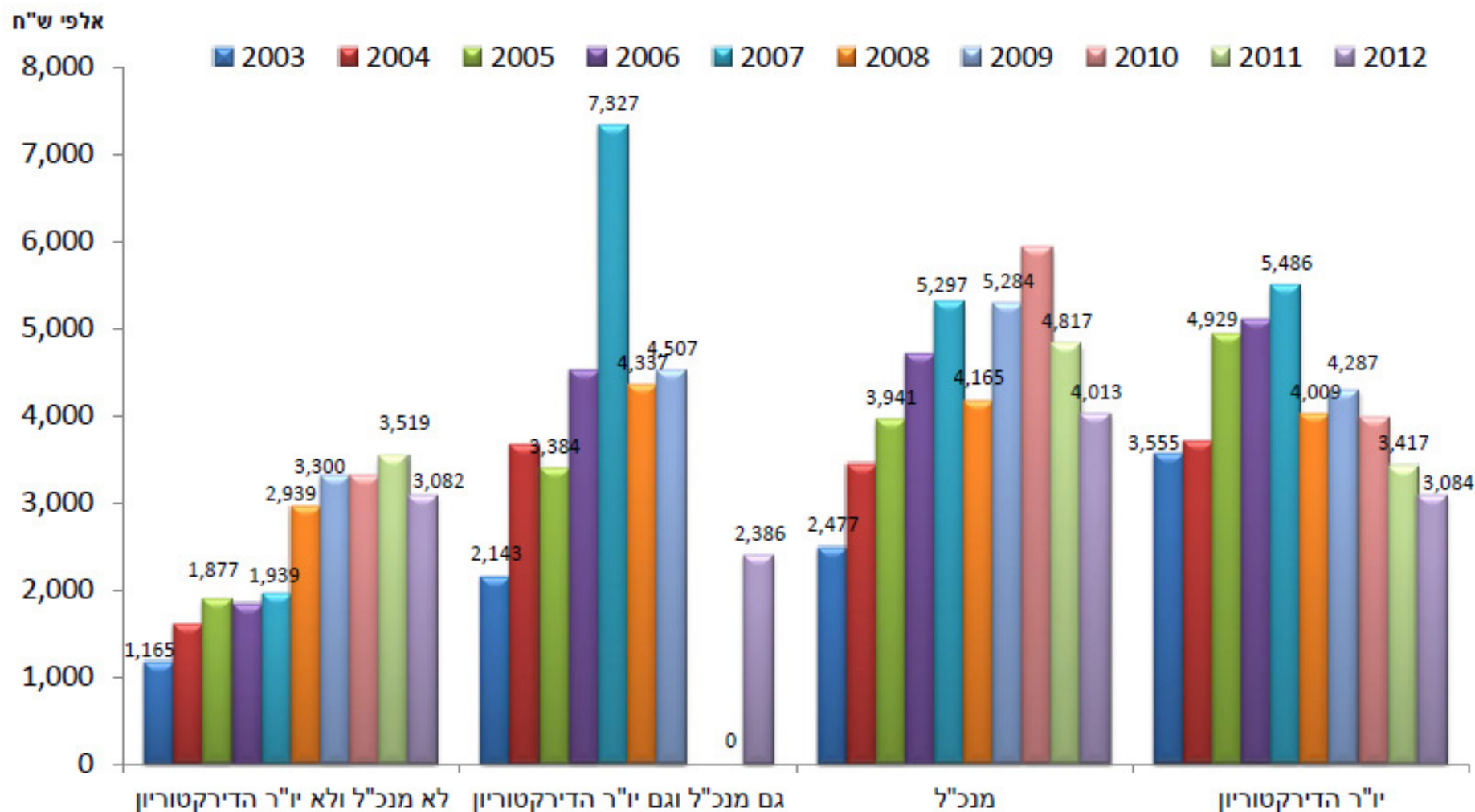
# גידול במרכיב השכר הקבוע לעומת המרכיבים מבוססי המניות



\* הבכירים ב-67 חברות השייכות למדד ת"א 100, לא כולל חברות דואליות ושותפויות, נכון לתחילת 2010. שכר ממוצע על פני כל הבכירים.

מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

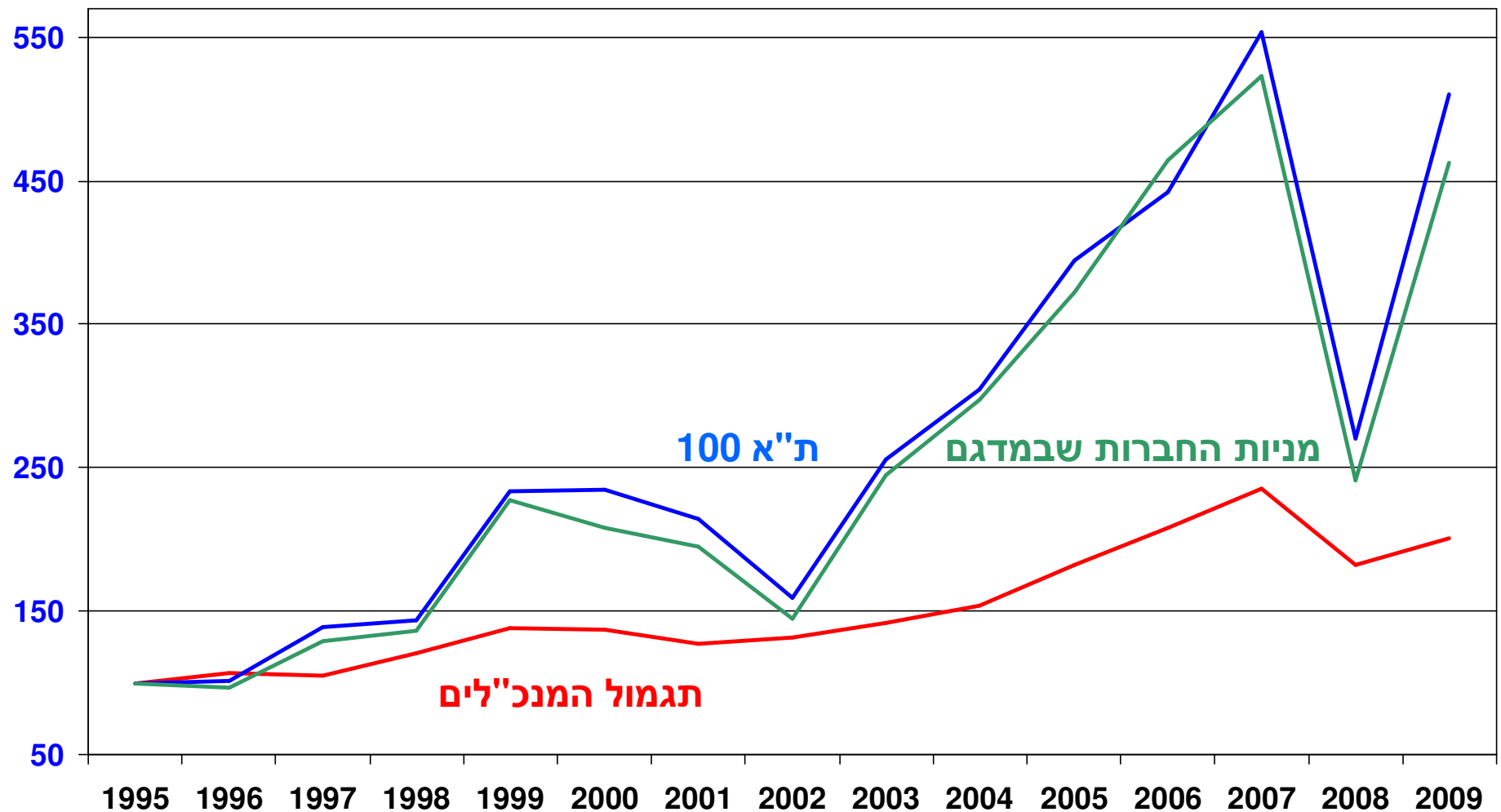
# שכר מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון המשיך במגמת הירידה של השנתיים האחרונות



\* הבכירים ב-67 חברות השייכות למדד ת"א 100, לא כולל חברות דואליות ושותפויות, נכון לתחילת 2010.

מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

# תגמול המנכ"לים, מדד ת"א 100 ומניות החברות שבמדגם



מחירים קבועים 1995, 2006 = 100.

מקור: בנק ישראל (מיטל גראם). תגמול המנכ"לים מתוך תקנה 21 בדוחות התקופתיים של 163 חברות ציבוריות ישראליות המהוות מדגם מייצג מכלל החברות הבורסאיות בשנים 1995-2009. נתוני המניות מתוך מאגר "פרדיקטה".

## שכר המנכ"לים - תוצאות של בדיקה אמפירית

- המשתנה העיקרי בהסבר שכר המנכ"ל הוא גודל החברה
- המאפיינים האישיים של המנכ"ל, כגון, גיל, ותק, השכלה ועוד, לא מתואמים עם שכר המנכ"ל מעבר לביצועי הפירמה וגודלה
- לא נמצא מתאם בין אחוז אחזקות המנכ"ל בהון החברה על שכר המנכ"ל
- ביצועי החברה מתואמים עם שינויים בשכר מנכ"ל במידה מועטה
- נמצא כי עבור רווחיות נתונה בחברה, רווחים קטנים יותר בחברות אחרות בענף מתואמים חיובית עם שכר מנהל

# חוק שכר הבכירים: תיקון 20 לחוק החברות (נובמבר 2012)

- התערבות דרך מנגנון קביעת השכר למנכ"ל **באחריות** הדירקטוריון ואישור באסיפה כללית
- יצירת **ועדת תגמול** – תת-ועדה של הדירקטוריון שהיא זו שתציע את שיטת התגמול. האסיפה הכללית ובעלי מניות מיעוט רק יכולים לייעץ.
- קריטריונים:
  - קידום מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה בראייה ארוכת טווח
  - יצירת תמריצים ראויים בהתחשב במדיניות ניהול הסיכונים של החברה
  - **גודל החברה ואופי פעילותה**

# קריטריונים: אמות מידה שיש להתייחס אליהם (המשך)

- השכלתו, כישוריו, מומחיותו, ניסיונו והישגיו של נושא המשרה
- תפקידו של נושא המשרה, תחומי אחריותו והסכמי שכר קודמים שנחתמו עמו
- היחס שבין תנאי הכהונה וההעסקה של נושא המשרה לשכר של שאר עובדי החברה ושל עובדי קבלן המועסקים אצל החברה, ובפרט היחס לשכר הממוצע ולשכר החציוני של עובדים כאמור והשפעת הפערים ביניהם על יחסי העבודה בחברה
- אפשרות לשינוי התנאים על ידי הדירקטוריון עקב שינוי בביצועים
- ביסוס הרכיבים על ביצועים בראיה ארוכת טווח, ועל פי קריטריונים הניתנים למדידה: תקרות ותשלום חזרה



# **מדיניות מומלצת: צמצום בעיית הסוכן ומניעת פגיעה בבעלי מניות מיעוט**

– ביסוס גובה השכר יחסית לגודל החברה בישראל:  
התחשבות בגודל חברות דומות בעולם תוך התאמה  
לשכר הממוצע בישראל

- הסבר לכל סטייה מתוואי של גודל החברה כולל אפשרות  
לסטייה כלפי מטה מדי שנה.

– מרכיבי תמריצים ארוכי טווח שמאזנים בין תשואה  
וסיכון

- במרכיבים יהיו תמריצים חיוביים לצמיחה מעבר למדד  
התייחסות (benchmark)
- "קנס" כתוצאה מסטייה ניהולית או חשיפת יתר לסיכונים
- הפרדה בין תוצאות הנובעות מתנאי מאקרו וממדיניות  
החברה יחד עם השואה יחסית לחברות אחרות

## מדיניות מומלצת (המשך)

- דיווח שנתי על עמידה במדיניות השכר של החברה
- בחינת מדיניות השכר לחברי הנהלה בנוסף לשכר המנכ"ל כדי שיעמדו בכללי תגמול דומים
- במידה ובעלי מניות הרוב מעוניין בשכר משמעותית גבוה מהשכר לפי גודל החברה, תשלום זה יהיה על ידי מניות בעלי השליטה בחברה
- מדיניות התגמול תפורסם ויהיה עליה דיווח שנתי ומעקב על יד הרגולטורים

# רגולציה

## עבודת הרגולציה

- יצירת יעדים ברורים לקידום הרגולציה:
  - עמידה בסטנדרטים בינלאומיים: בזל II ו III; סולבנסי II; IOSCO
  - מניעת כשלי שוק: אינפורמציה חלקית ולא סימטרית; סיכון מוסרי; תחרותיות; הוגנות
  - מעבר מרגולציה פרטנית לרגולציה על פי עקרונות: דו-שיח בין הסקטור העסקי לרגולטורים
  - החשש הכבד מהמערכת הפוליטית (פופוליזם) והשפעת הלובי העסקי על שינויים ברגולציה ותוצאות יזמות ברגולציה

# תורת הערכת השפעת הרגולציה (RIA)

- אוקטובר 2011: ועדת טרכטנברג ממליצה למסד את פעילות הרגולטורים השונים וליצור תורת רגולציה בישראל
- מרץ 2013: אגף ממשל וחברה במשרד ראש הממשלה מפרסם טיוטת מדריך ממשלתי לתורת הערכת השפעת רגולציה
- המטרה: בחינת עלות-תועלת והגברת האפקטיביות של רגולציות קיימות וחדשות: האם יש לזה שיניים?

# תורת הערכת השפעת רגולציה - המשך (אגף ממשל וחברה, משרד ראש הממשלה)

- שלושה מרכיבי יסוד:
- חיוב ביצוע של הערכת ההשפעה
- גוף אחראי מרכזי, אך האחריות ברגולציות ספציפיות מוטלת על הרגולטור
- פיתוח והטמעה של יכולות וכלים, בדגש לתהליכי היועצות ויצירת מאגרי מידע מרכזיים
- בחינת השפעה ישירה, השפעות חברתיות והשלכות רוחביות על המשק

# תורת הערכת השפעת רגולציה - שלבי העבודה (אגף ממשל וחברה, משרד ראש הממשלה)

1. אפיון מצב קיים
2. תכנון תהליך הלמידה ואיסוף המידע
3. תכנון היועצות עם בעלי עניין ומומחים
4. הגדרת מטרות ויעדי המדיניות
5. גיבוש חלופות
6. ניתוח חלופות
7. השוואה בין חלופות ובחירה
8. קביעת תהליכים לבחינה עתידית של הרגולציה
9. דיווח על ההמלצות

**תודה!**